

Цены на нефть в 2006 году

Прогноз

В 2006 году мы ожидаем сохранения растущего тренда нефтяных цен, но в то же время его ощутимого замедления по сравнению с 2005 годом.

Среднегодовую цену сорта WTI в 2006 году мы ожидаем на уровне \$63.7 за баррель.

Это на 13% выше средней цены 2005 года.

Основные факторы продолжения роста цен на нефть в 2006 году:

- ▶ Опережающий рост спроса по сравнению с ростом предложения (прогнозы IEA);
- ▶ Продолжение закупок нефти в стратегические запасы США, Китая и Японии;
- ▶ Сохранение политической напряженности на Ближнем Востоке и риска ураганов в Мексиканском заливе;
- ▶ Ожидание ослабления курса доллара к мировым валютам в 2006 году.

Факторы замедления роста цен на нефть в 2006 году:

- ▶ Превышение производства нефти над ее потреблением в течение нескольких лет подряд;
- ▶ Слишком быстрый ценовой рост в 2005 году;
- ▶ Замедление темпов экономического роста в Китае.

Примечание: стратегия не учитывает последствия наступления форс-мажорных обстоятельств (ураганы или новые конфликты на Ближнем Востоке), а только их вероятность как постоянно-действующий фактор. В случае реального наступления таких обстоятельств ценовая модель становится крайне чувствительной к ним. Это описывается в стратегии позитивным ценовым сценарием, согласно которому средняя цена может повыситься до \$77 за баррель WTI. Вес этого сценария в итоговом прогнозе составляет 30% против 60% веса базового сценария. Противоположный негативный ценовой сценарий предполагает ее падение до \$43, но вес этого сценария в итоговом прогнозе наименьший, и составляет 10%.

Методика прогноза

Цена нефти – слишком сложный показатель, чтобы можно было свести его к однофакторной модели, и/или рассчитать прямую функциональную зависимость. Однако попробуем упростить реальный рынок с определенным приближением до двухфакторной модели.

Исходные предпосылки:

1. Фундаментально цена нефти определяется, как и у любого другого товара, балансом спроса и предложения.

2. На нефтяном рынке, как и на любом другом, присутствуют спекулянты, которые при определенных условиях воздействуют на баланс спроса / предложения, отклоняя его в ту или другую сторону.

Некоторое количество спекулянтов является оздоравливающим для рынка, поскольку помогает рынку выходить на новые ценовые уровни и нивелировать инфляцию, а также находить точки равновесия на уровнях «справедливой» цены. Но увеличение количества спекулянтов выше критической отметки вызывает рост волатильности и дестабилизацию рынка.

3. Для нефтяного рынка актуален фактор «последней мили» - даже относительно небольшое нарушение баланса спроса/предложения приводит к существенным колебаниям цены.

Продавцы, если после насыщения спроса у них остались нереализованные остатки, могут пойти на реализацию их по более низким ценам, что в итоге приводит к снижению общей рыночной цены. Точно также и наоборот. Однако это правило действует в первую очередь на спекулянтов, поскольку если продавцами выступают сами производители нефти, они могут пойти на накопление остатков в хранилищах с целью удержания рынка от падения цены. А спекулянты, напротив, не имеют такой возможности.

4. Цена и объем предложения нефти на рынке взаимосвязаны. При росте цены на рынок выходит все больше продавцов, и увеличиваются объемы добычи из нерентабельных ранее месторождений.

В конечном итоге это приводит к переизбытку предложения на рынке, и цена падает. Определить, что первично в этом взаимосвязанном процессе - цена или баланс спроса/предложения - не представляется возможным, да и не имеет смысла (подробнее об этом ниже). Но на графике (см. график) видно, что временной лаг между ростом цены и последующим ростом предложения составляет не менее 1 года.

5. Объем предложения нефти на рынке имеет естественные (мощностные) ограничения скорости прироста.

Небольшой прирост добычи (в пределах 0.9-1.1%) может быть осуществлен сразу же (за счет расконсервации нерентабельных скважин и увеличения нефтеотбора). Но более значительный прирост требует инвестиций. Такие инвестиции имеют большие сроки окупаемости, поэтому рынок предложения реагирует не столько на само увеличение цены, сколько на прогноз динамики цен на длительный период.

6. Спрос зависит от темпов экономического роста в мире и удельной энергоемкости ВВП стран-основных потребителей.

Более быстрый рост экономики развивающихся стран, с высокими удельными показателями нефте-емкости их ВВП, приводит к ускоренному приросту спроса. И наоборот: в случае замедления темпов экономического роста, скажем, в Китае, снижение дополнительного спроса будет больше, чем при замедлении темпов роста в Европе или Америке. Другими словами: степень влияния развивающихся стран на мировой спрос значительно выше, чем у развитых стран.

7. Спрос, помимо непосредственного потребления, поддерживается закупками нефти в стратегические запасы США, Китая и Японии.

В используемых для составления прогноза данных эти закупки не учтены. Именно этим фактором может объясняться превышение предложения над спросом в течение почти трех лет при непрерывном росте цены.

Здесь следует учитывать, что после завершения покупки нефти в стратегические запасы этих стран общемировой спрос упадет.

8. Спрос чувствителен к политическим факторам, вроде напряженности на Ближнем Востоке, и форс-мажорным обстоятельствам, наподобие ураганов в Мексиканском заливе. При появлении такого рода событий спрос резко возрастает.

Форс-мажорные обстоятельства в стратегии не учитываем, однако их возможность принимаем во внимание. При их появлении выпускаем up-date на стратегию.

9. Потребление (спрос) является более стабильным фактором, чем предложение. Оно в большей степени связано с реальными фундаментальными потребностями экономик (спекулянты участвуют в этом процессе только как фактор дополнительных денег), и у него гораздо меньший диапазон допуска (разброс значений, волатильность), чем у производства. Поэтому при составлении прогноза опираемся в большей степени на потребление.

Исходные данные:

Для составления прогноза на 2006 год по ценам нефти (сорт WTI) используем данные по мировому производству и потреблению нефти Международного энергетического агентства IEA.

IEA не дает точный прогноз мирового производства нефти в 2006 году из-за неопределенности относительно доли ОПЕК в мировом производстве в следующем году. Этому есть вполне веские обоснования. Только ОПЕК имеет реальные возможности резко нарастить добычу. Доля ОПЕК в мировом производстве с 2002 года увеличивается быстрыми темпами, и к 2010 году обещает достигнуть 40% по сравнению с нынешними 35%. Более или менее ясная определенность есть только в отношении добычи ОПЕК в первых 2х кварталах 2006 года. Поэтому для составления прогноза на весь 2006 год мы вынуждены были сделать собственный прогноз добычи, опираясь на публичные заявления главы ОПЕК в конце 2005 года.

Среднегодовые цены рассчитаны нами на основе дневных цен закрытия из информационной системы Bloomberg.

Период расчета:

На мировом рынке нефти ситуация качественно изменилась по сравнению с длительным, почти 100-летним, предшествующим периодом лишь в конце 70-х гг. Цены на нефть тогда резко выросли, но затем, к середине 80-х немного откорректировались, и почти до самого конца 90-х цены на нефть находились в боковом диапазоне. Новый рост нефтяных цен, начавшийся в конце 90-х годов, и ставший особенно заметным в последние три года (2003-2005 гг) - это очередные качественные изменения рынка нефти. Поэтому в качестве периода расчета возьмем период только с 1995 года, как наиболее точно отражающий последние тенденции рынка.

Таблица исходных данных

	2002	2003	2004	2005 est.	2006F	изм.%		изм.%		2006F	2006F	Примечание
						реальн.	реальн.	негатив	позитив			
DEMAND												
North America	24.12	24.53	25.34	25.52	25.91	1.50%	1.40%	1.60%		25.88	25.93	снижение темпов роста
Europe	15.27	15.43	15.62	15.60	15.60	-0.01%	-0.01%	-0.01%		15.60	15.60	
Pacific	8.57	8.69	8.53	8.64	8.73	1.02%	1.02%	1.02%		8.73	8.73	
Total OECD	47.96	48.65	49.49	49.76	50.23	0.95%	0.89%	0.99%		50.21	50.26	
FSU	3.48	3.59	3.74	3.77	3.82	1.38%	1.38%	1.38%		3.82	3.82	
Europe	0.66	0.69	0.71	0.72	0.74	2.07%	2.07%	2.07%		0.74	0.74	
China	5.02	5.58	6.43	6.65	7.08	6.49%	5.50%	6.49%		7.01	7.08	снижение темпов роста
Other Asia	7.95	8.05	8.53	8.72	8.92	2.26%	2.26%	2.26%		8.92	8.92	
Latin America	4.75	4.67	4.86	4.96	5.07	2.20%	2.20%	2.20%		5.07	5.07	
Middle East	5.17	5.27	5.59	5.89	6.19	5.17%	5.17%	5.17%		6.19	6.19	
Africa	2.68	2.73	2.80	2.89	2.97	2.92%	2.92%	2.92%		2.97	2.97	
Total Non-OECD	29.72	30.56	32.66	33.58	34.78	3.55%	3.36%	3.55%		34.71	34.78	
Total Demand	77.68	79.21	82.15	83.35	85.01	2.00%	1.89%	2.03%		84.92	85.03	
SUPPLY												
North America	14.48	14.61	14.58	14.13	14.38	1.79%	0.10%	1.79%		14.15	14.38	ураганы
Europe	6.61	6.34	6.10	5.70	5.46	-4.20%	-4.20%	-4.20%		5.46	5.46	
Pacific	0.77	0.66	0.58	0.59	0.58	-0.93%	-0.93%	-0.93%		0.58	0.58	
Total OECD	21.86	21.61	21.25	20.42	20.42	0.04%	-1.13%	0.04%		20.19	20.42	
FSU	9.39	10.33	11.22	11.60	12.12	4.47%	1.10%	4.47%		11.73	12.12	нехватка мощностей
Europe	0.18	0.17	0.17	0.16	0.15	-3.42%	-3.42%	-3.42%		0.15	0.15	
China	3.39	3.41	3.49	3.63	3.63	0.00%	0.00%	0.00%		3.63	3.63	
Other Asia	2.53	2.62	2.75	2.74	2.84	3.86%	3.86%	3.86%		2.84	2.84	
Latin America	3.93	4.04	4.09	4.30	4.50	4.62%	4.62%	4.62%		4.50	4.50	
Middle East	2.10	2.00	1.91	1.86	1.81	-2.45%	-7.00%	-2.45%		1.73	1.81	политическая обстановка
Africa	2.98	3.05	3.39	3.72	4.25	14.23%	14.23%	14.23%		4.25	4.25	
Total Non-OECD	24.50	25.63	27.01	28.00	29.30	4.65%	2.95%	4.65%		28.83	29.30	
Processing Gains	1.76	1.80	1.83	1.86	1.90	2.03%	2.03%	2.03%		1.90	1.90	
Total Non-OPEC	48.12	49.04	50.10	50.28	51.63	2.68%	1.26%	2.68%		50.92	51.63	
OPEC												
Crude	25.08	26.76	28.64	29.53	28.60	-3.14%	-7.00%	-3.14%		27.46	30.50	позитив=+1м.б/с / негатив=-2м.б/с
NGLs	3.70	3.90	4.32	4.75	5.10	7.28%	7.28%	7.28%		5.10	5.10	
Total OPEC	28.78	30.66	32.96	34.28	33.70	-1.70%	-1.70%	-1.70%		32.56	35.60	
Total Supply	76.90	79.69	83.06	84.56	85.33	0.90%	-1.29%	3.15%		83.48	87.23	

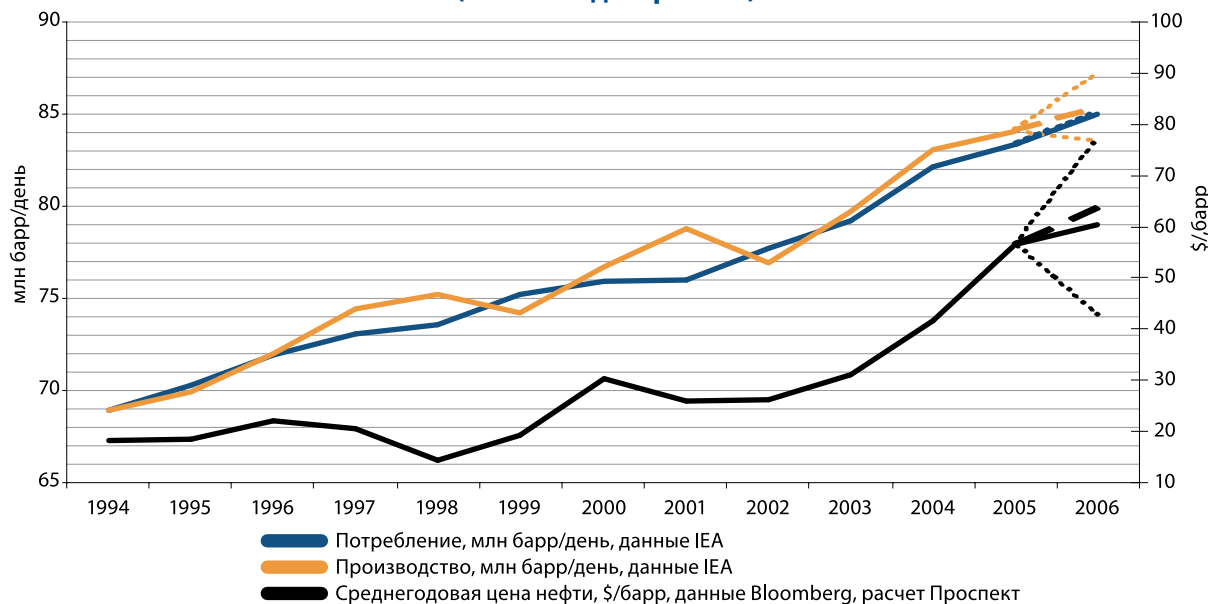
Методика расчета прогнозной цены:

Прогноз составляется на основе чувствительности цены нефти к изменению спроса и предложения и спреда между ними.

Влияние спекулянтов учитывается автоматически в изменении спреда производства / потребления.

Рассмотрим эти данные графически

Мировое производство и потребление нефти и среднегодовая цена сорта WTI (2006-й год - прогноз):



На приведенном графике видно, что **кривая потребления является постоянно растущей**, без провалов и сильных всплесков, гораздо менее волатильной по сравнению с другими кривыми на данном графике. Именно поэтому возьмем ее в качестве основания для прогноза цен.

Кривая предложения подвержена резким изменениям и чувствительна к кривой цены. Она повторяет изменения кривой цены, как видно на графике, с запаздыванием (временным лагом) около 1 года (точнее определить временной лаг по имеющимся данным не представляется возможным).

Вследствие колебаний кривых цены и предложения, **у кривой предложения по отношению к кривой спроса возникают то положительные, то отрицательные спрэды.**

Эти спрэды, в свою очередь, сами оказывают сильное влияние на рынок (посредством фактора «последней мили»), вызывая последующие изменения цены.

Кривая производства является запаздывающей, а кривая потребления - опережающей.

Упрощенно, данную схему можно описать так:

Если цена на нефть растет, то на рынок начинает выходить все больше продавцов и добывается все больше нефти. Этот процесс продолжается, пока не будет остановлен превышением предложения над спросом. Создают этот тормозящий фактор спекулянты, доля которых на рынке начинает увеличиваться при трендовом характере роста базовой цены товара. Они поддерживают процесс роста цены и стимулируют продавцов, но как только спрос перенасыщается, они первыми скидывают актив. Цена падает, и на следующий год падает предложение.

Мы не можем разделить, что первично, а что вторично в вопросе цены и спрэда. Это вопрос о первичности яйца и курицы. Они взаимно влияют друг на друга, и это - постоянный процесс.

Для выявления значимых и незначимых факторов влияния на цену построим таблицу корреляций цены с остальными исходными данными

Таблица корреляций

	dem	sup	изм.sup	изм.sup%	спрэд	спрэд%	изм.спрэд	изм.спрэд%	изм.спрэд/спрэд%	цена
цена	0.869	0.846	0.252	0.213	0.143	0.115	0.108	0.106	-0.155	
изм.цены% (T0)	0.442	0.320	0.178	0.163	-0.376	-0.395	-0.007	-0.013	-0.414	0.561
изм.цены% (T0, по 2002г)	0.173	-0.066	0.054	0.059	-0.462	-0.468	-0.048	-0.053	-0.417	0.557
изм.цены% (T-1, цена влияет на спрэд)	0.247	0.464	0.612	0.605	0.790	0.777	0.738	0.742	0.312	0.452
изм.цены% (T+1, спрэд влияет на цену)	0.360	0.212	-0.392	-0.432	-0.396	-0.406	-0.521	-0.537	-0.568	0.040

Корреляции наиболее важного для нас показателя «цена», как видим, не значимые почти со всеми переменными, за исключением спроса (dem) и предложения (sup).

Поскольку это все-таки две различных кривых, то ситуация 2006 года будет определяться их взаимным расположением относительно друг друга. А именно, каким будет спрэд спроса / предложения в 2006 году.

Изменение цены в текущем году (T0) имеет низкие корреляции практически со всеми факторами из данной таблицы. Однако если мы сдвигаем временные лаги на 1 год (определяем влияние цены текущего года на спрэд следующего года: строка T-1), то корреляции с изменением объемов производства поднимаются до 0.605-0.612, корреляции с величиной спрэда - до 0.790, а корреляции с изменением спрэда - до 0.738-0.777. Эти корреляции являются уже значимыми.

Меняем лаг, и определяем взаимосвязь текущего спрэда и последующего изменения цены (модель T+1):

Корреляции значительно снизились, и составили 0.521-0.568. Считаем, что взаимосвязь имеет место быть, хотя и не столь сильная, как в модели T-1 (влияния цены на спрэд).

Данные показывают, что рассматривать взаимные влияния переменных без учета лага неправильно.

Уточняем временные лаги

Сделаем это графически, рассмотрев динамику цены и величины спрэда производства / потребления.

Как видим, спрэд гораздо более волатилен, чем цена. Поэтому вполне объяснимо, что влияние спрэда на последующее изменение цены слабее, чем влияние предыдущего изменения цены на этот же спрэд

На графике (см. ниже) видно, что расхождение «донышек» цены и спрэда в 1998-1999гг составляет 1 год. В 2001-2002гг - также 1 год.

Это означает, что реакция предложения на падение цены происходит на следующий год.

Расхождение «пика» спрэда и «донышка» цены в 1998г - год в год. В 2001 году - также год в год.

Это означает, что реакция цены на перенасыщение рынка происходит сразу же.

Расхождение «пика» спрэда и «пика» цены в 1998-2000гг составляет 2 года. Расхождение «пика» цены и «пика» спрэда (обратное влияние) в 1996-1998гг - также 2 года. Только в 2000-2001гг лаг равен 1 году.

Анализ данного графика выявил наличие стабильных 2х-летних циклов цены и спрэда на нефтяном рынке, взаимопересекающихся друг с другом с лагом 1 год (см. ниже таблицу изменения цены и спрэда).

А именно:

- Рост цены в 1995-1996 гг соответствует росту спрэда в 1996-1998 гг;
- Падение цены в 1997-1998 гг соответствует снижению спрэда в 1998-1999 гг (происходило сначала падение спрэда, а потом его рост, что мы относим на его «неадекватную» реакцию в первый год);
- Рост цены в 1999-2000 гг соответствует росту спрэда в 2000-2001 гг;
- Падение цены в 2001-2002 гг соответствует снижению спрэда в 2002-2003 гг (аналогично - в первый год была его «неадекватная» реакция на цену);
- В 2003-2004 цена вошла в сильный растущий тренд, после чего ценовые и спрэдовые циклы в 2005 году окончательно нарушились.

Динамика цены WTI и спрэда мирового производства/потребления нефти

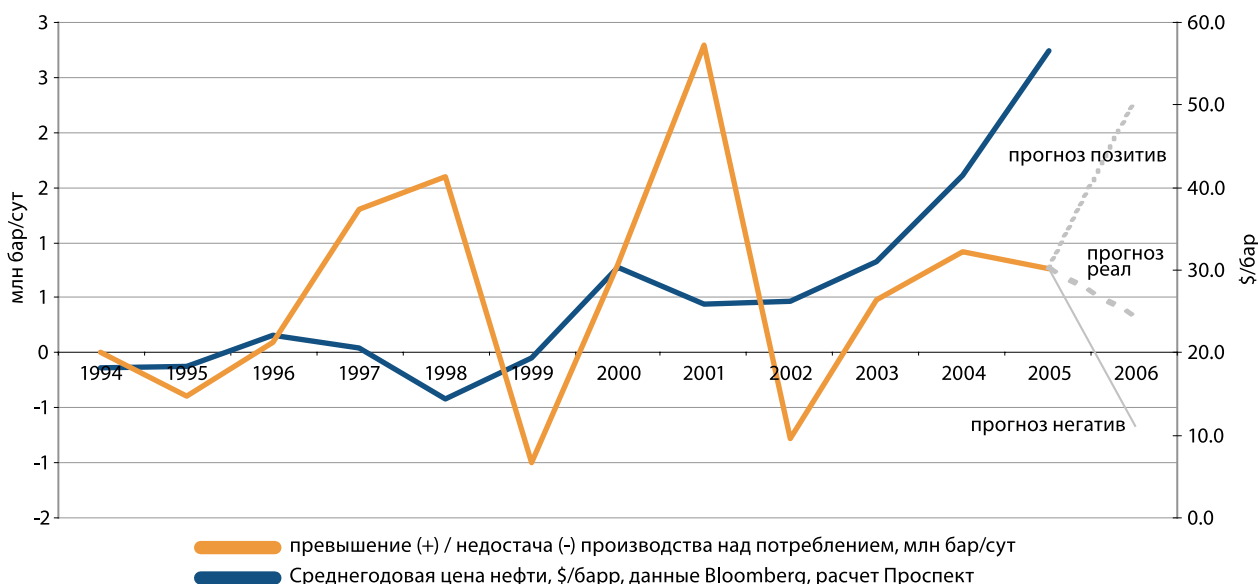


Таблица изменения цены и размера спрэда

Годы	спрэд, млн барр/сут	изменение цены, %	средняя цена, \$/барр	2х-летние ценовые циклы, изм.цены%	2х-летние спрэдовые циклы, изм.абс.спрэда	чувствительность
1995	-0.40	1.13%	18.42	1995	1995	
1996	0.10	20.17%	22.13	1996	21.53%	
1997	1.30	-7.01%	20.58	1997		1.70
1998	1.60	-30.12%	14.38	1998	-35.02%	
1999	-1.00	34.21%	19.30	1999		-2.30
2000	0.80	57.31%	30.37	2000	111.13%	
2001	2.80	-14.50%	25.96	2001		3.80
2002	-0.78	0.78%	26.17	2002	-13.83%	
2003	0.48	18.72%	31.06	2003	страт.	-2.32
2004	0.91	33.63%	41.51	2004	запасы	нет
2005	0.76	36.12%	56.50	2005	нет цикла	цикла
Средняя чувствительность цены к изменению абс.спрэда						15.78%

Примечание: все эти циклы оказались нарушенными в 2005 году. Причиной этого считаем совокупное влияние ряда факторов:

- продолжающиеся закупки в стратегические запасы;
- действия спекулянтов-быков на нефтяном рынке (именно поэтому в 2005 на рынке нефти стал удивительно хорошо работать теханализ, что было бы нонсенсом в любое другое время);
- ураганы в Мексиканском заливе;
- монетарный фактор - рост долларовой предложения в мире.

Среднегодовая чувствительность цены нефти с 1995 года на изменение натурального спреда производства/потребления в предшествующий год составила -15.80%.

Влияние дополнительных факторов, видоизменивших цикличность рынка в 2005 году, учитываем путем придания большего веса в итоговом прогнозе сценарию сильного сокращения спреда, с уходом в отрицательную зону, по сравнению со сценарием резкого падения спроса и расширения спреда.

Итоговый расчет прогнозной цены

Реалистический сценарий (на основе прогнозов физического производства/потребления IEA): Спред в 2006 году сократится на 0.44 млн бар/сут - до 0.32 млн бар/сут. Это создаст повышающее воздействие на цену (при условии сохранения текущего уровня закупок в стратегические запасы). Цена в этом случае поднимется до \$60.50 за баррель. Вес реалистического сценария в итоговом прогнозе составляет 60%.

Позитивный ценовой сценарий предусматривает существенное снижение спреда и переход его в отрицательную зону - к уровню -1.55 млн бар/сут. Этот сценарий заставит цену вырасти до \$77.10 за баррель. Вес данного сценария в прогнозе составляет 10%.

Негативный ценовой сценарий предусматривает рост спреда (превышение предложения над спросом) до уровня 2.31 млн бар/сут. В этом случае цена может понизиться до \$42.70 за баррель. Вес данного сценария в прогнозе принят на уровне 30%.

Итоговый средневзвешенный прогноз цены на 2006 год составляет \$63.70 за баррель.

Прогноз цены на нефть на 2007-2010 гг.; цена на смесь Urals

Прогнозировать цену на нефть на период более долгосрочный, исходя из предложенной выше модели, мы считаем не корректным. Снований полагать, что мы сможем с большой долей вероятности предугадать соотношение спроса и предложения нефти на период после 2006 года, практически нет.

В связи с этим, для целей оценки предприятий российской нефтегазовой отрасли, мы исходили из прогноза снижения цен на углеводородное сырье.

В своем прогнозе цен на нефть в 2007-2010 гг. мы исходили из того, что сохраняющиеся с 2004 года высокие цены на нефть приведут к увеличению объемов предложения. Исходим из того, что в скором времени в силу вступит фактор влияния цены на объем предложения и он достаточно резко увеличится.

Это в свою очередь, должно привести к снижению цены на нефть. Однако «Падения!» мы не ждем - сохраняются неотыгранные факторы поддержки цены –возможен резкий всплеск спроса в Азии – в скором времени новая волна спроса из этого региона может начаться со стороны Индии, и сохраняющаяся напряженность в Средней Азии.

Второй немаловажный момент: высокие цены на нефть ведут к росту доходов нефтяных компаний. Прогноз цен на нефть на 2007 – 2010 гг. мы делаем в первую очередь именно для определения справедливой стоимости компаний нефтегазового сектора. При этом мы ориентируемся на консервативные оценки.

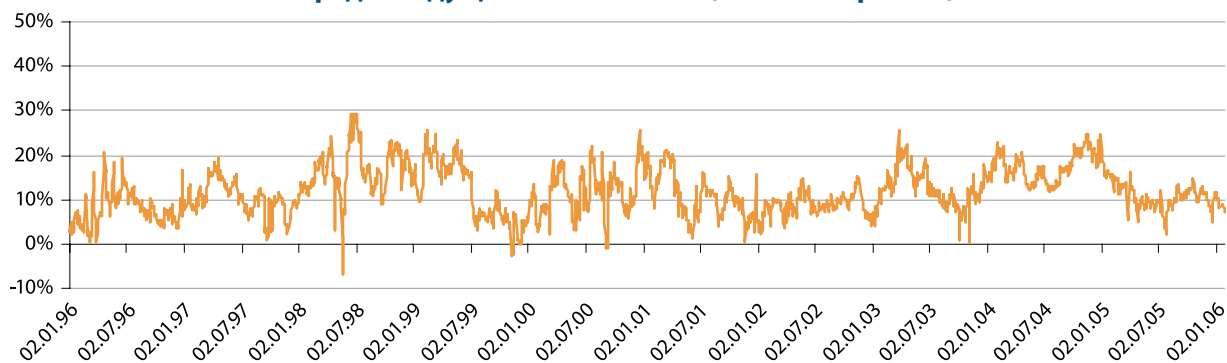
Иными словами, используя в модели оценки компаний сравнительно невысокие цены на нефть мы тем самым избегаем излишне оптимистичного взгляда на рыночные перспективы акций этих компаний.

Цены на нефть WTI \$/баррель (прогноз)

	2006	2007	2008	2009	2010
Новый прогноз	63.7	57.0	55.0	55.0	55.0
Прежний прогноз	49.2	47.0	47.0	47.0	-

Цену на нефть Urals, которая является основным показателем при расчете справедливой цены компаний нефтегазовой отрасли, мы прогнозировали исходя из среднего спреда между ценой Urals и WTI за последние 10 лет.

Спрэд между ценой WTI и Urals (спотовый рынок)



Данные: Bloomberg, Расчеты: ИК Проспект

Средний спрэд за этот период составляет 12%

Соответственно наш прогноз цен на нефть Urals составляет:

	2006	2007	2008	2009	2010
Прогноз цен Urals\$/bbl	56.16	50.26	48.49	48.49	48.49

Прогноз: ИК Проспект

В дополнение

Министерство финансов пересмотрело прогноз по средним ценам Urals на следующий год с \$40 до \$45 за баррель. Оценка средней цены 2005 года находится на уровне \$49.9, а в октябре цена Urals была \$55.1 за баррель. То, что прогноз на 2006 был повышен ведомством, обычно занижающем этот показатель для обеспечения себе «запаса прочности», означает, что снижения цен на нефтяном рынке в 2006 Минфин в целом не ожидает. По крайней мере, не ожидает ощутимого снижения.

Аналитический отдел

Кокорев Игорь - начальник отдела

Телекоммуникации и металлургия - Ложкина Ирина
lozhkina@prospect.com.ru

Нефть и газ - Мангилев Дмитрий
mangilev@prospect.com.ru

Электроэнергетика - Соловьев Алексей
solovyev@prospect.com.ru

Инструменты с фиксированной доходностью, валюты и макроэкономика - Лавущенко Игорь
egory@prospect.com.ru

Технический анализ рынка акций. Программист - Сальманов Олег
salmanov@prospect.com.ru

Трейдинг

Антон Каштанов - начальник отдела

Николай Гусев
Михаил Хмельник
Константин Виноградов
Александр Лобанов

Стивен Поляк
Фируз Мансурходжаев
Сергей Аброчнов
Александр Бохин

Electronic Markets

Dan May
Дмирий Зуев
Виктория Попченко
Георгий Заря

Управление активами

Игорь Лосавио
Андрей Усачев
Александр Баранов
Дмитрий Вольнов

Инвестиционная компания “Проспект”

СЕО - Дмитрий Штейнсапир

Почтовый адрес: Россия, Москва, 123001, Трехпрудный переулок, д. 9, стр. 1
телефон: 7 (095) 937-3363
факс: 7 (095) 937-3360
e-mail: research@prospect.com.ru
internet: <http://www.prospect.com.ru>

Представленная информация базируется на достоверных источниках.

Тем не менее, содержание данного аналитического обзора может использоваться только в информационных целях.

Компания “Проспект” не несет ответственности за точность представленных данных.

Данный документ не является предложением на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг.

Он также не является рекомендацией на покупку или продажу ценных бумаг, упомянутых в отчете.

Компания и ее сотрудники, включая тех, кто готовил этот отчет, могут иметь позиции, а также покупать и продавать ценные бумаги упомянутых в отчете компаний. Инвестирование в странах СНГ является исключительно рискованным, поэтому инвесторы должны самостоятельно тщательно проработать свое решение.

Все права на данный аналитический отчет принадлежат ИК “Проспект”.

Перепечатка целиком или отдельными частями без письменного разрешения компании “Проспект” не допускается.